

### Слияния и приобретения компаний: влияние юридической структуры сделки на стоимость бизнеса

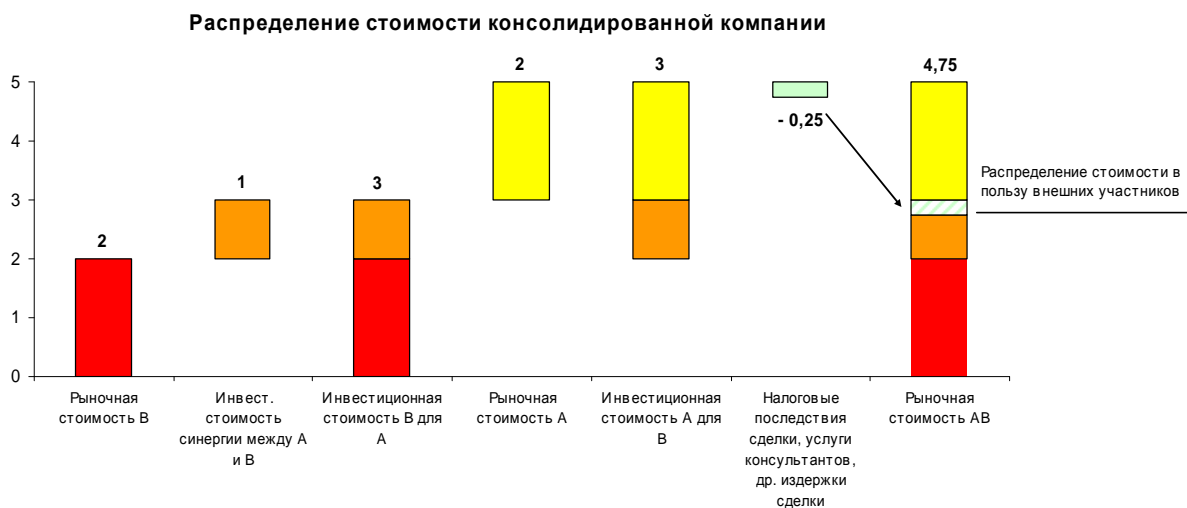
Сделки слияний и приобретений (поглощений) компаний являются неотъемлемыми процессами любой рыночной экономики.

Эффективность конкретного слияния или приобретения во многом зависит от правильности оценки экономических выгод, которые создает данная сделка. Наряду с дополнительными денежными потоками, возникающими в результате синергии между объединяемыми бизнесами, необходимо также принимать во внимание потенциальные расходы и негативные экономические последствия, возникающие в результате сделки. Одним из объектов пристального внимания при принятии решений об эффективности сделки и оценке ее стоимостного эффекта должна являться юридическая структура предполагаемой сделки.

Юридическая структура сделки в силу действующих в данной юрисдикции нормативно-правовых актов налагает определенные ограничения по отражению в бухгалтерском и налоговом учете хозяйственных операций, связанных с реализацией сделки. Требования и особенности действующего законодательства, применимые к возможным вариантам структурирования сделки, могут оказывать существенное влияние на стоимость консолидированной компании.

В этих условиях помимо оценки рыночной стоимости объединяемых компаний, а также инвестиционной стоимости синергетического эффекта необходимо учитывать влияние на рыночную стоимость объединенной (консолидированной) компании денежных потоков/оттоков и рисков, являющихся следствием конкретной юридической структуры.

Рис.1.



С точки зрения юридического структурирования сделок слияний и приобретений существует два базовых варианта:

1) сделки, происходящие на основании договоров купли-продажи и мены акций/активов компании, заключаемые между акционерами/самими консолидируемыми компаниями;

2) сделки, происходящие в рамках реорганизации консолидируемых компаний, одобрение которых происходит акционерами на общем собрании акционеров.

Первый вариант структурирования сделок проходит в русле каждодневных хозяйственных операций компании и не влечет каких-либо специфичных налоговых последствий. Сделки с ценными бумагами освобождены от уплаты НДС, а для целей расчета налога на прибыль используется общий порядок норм налогового законодательства.

Специфичным случаем в части возможных последствий по уплате налога на прибыль является сделка с неразмещенными акциями компании, находящимися на ее балансе. С точки зрения налогового законодательства, сделки купли-продажи и мены указных акций не считаются их размещением, что соответствует в данном случае экономической сути данных операций. В результате стоимость подобных акций при их реализации, с точки зрения налогового законодательства, признается в качестве расхода в нулевой оценке, что приводит к негативным налоговым последствиям в части уплаты налога на прибыль.

Второй вариант - структурирование сделок в форме реорганизации юридических лиц может приводить к более значительным налоговым и иным последствиям, возникающим вследствие особенностей бухгалтерского оформления операций в подобных сделках.

При слияниях, сопровождающихся реорганизацией участвующих в сделке юридических лиц, происходит объединение активов и обязательств у одного из юридических лиц, участвующих в сделке<sup>1</sup>, либо у вновь создаваемого юридического лица<sup>2</sup>, при этом акционеры ликвидируемых обществ получают акции компании, к которой переходят активы и обязательства ликвидируемых компаний. Активы и обязательства ликвидируемых компаний переходят согласно передаточному акту, одобрение которого происходит на общем собрании акционеров по вопросу реорганизации наряду с одобрением коэффициентов конвертации акций.

Влияние последствий реорганизации на стоимость консолидированной компании было проанализировано с позиции возникновения дополнительных денежных потоков вследствие необходимости уплаты дополнительного налога на прибыль, а также с позиции возникновения прочих отрицательных денежных потоков, дополнительных рисков и негативных последствий для акционеров консолидируемых и консолидированной компаний.

Анализ влияния бухгалтерских и налоговых последствий реорганизации на стоимость консолидированной компании выявил следующие существенные особенности:

- возможность досрочного удовлетворения требований кредиторов компании;
- возможность перераспределения стоимости между сторонами сделки после одобрения ее условий за счет выплаты дивидендов;
- возможность образования бухгалтерского убытка и техническая невозможность платить дивиденды.

## **Возможность досрочного погашения требований кредиторов**

Любая реорганизация компании влечет за собой возможность досрочного предъявления требований со стороны кредиторов компании независимо от сроков и условий погашения обязательств. Данная норма распространяется на всех кредиторов компании, подразумевая возможность досрочного предъявления к выкупу долговых ценных бумаг компании (векселя, облигации и др.) и требований погашения кредитов и займов. В случае, если условия данных обязательств отличаются от текущих рыночных условий, и, соответственно, имплицированная в обязательства процентная ставка ниже

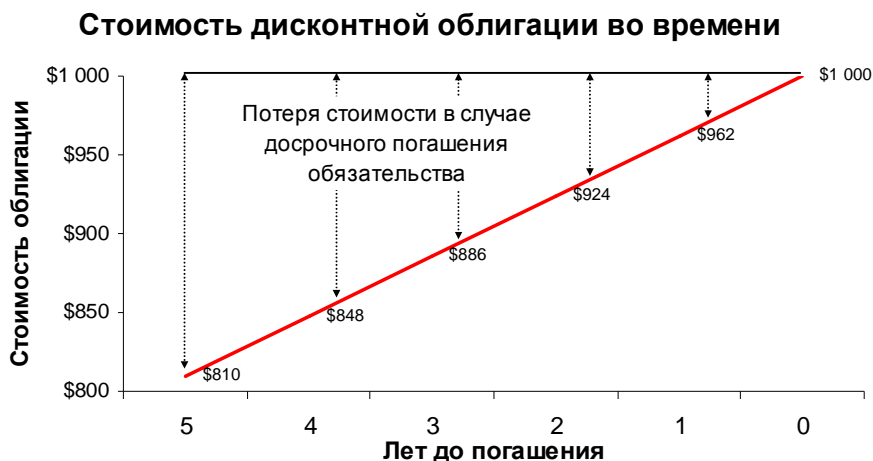
<sup>1</sup> Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» называется реорганизацией компаний в форме присоединения.

<sup>2</sup> Согласно ФЗ «Об акционерных обществах» называется реорганизацией компаний в форме слияния.

рыночной, существует высокая вероятность того, что право досрочного требования со стороны кредиторов будет реализовано, так как это может привести к законному перераспределению части стоимости компании от акционеров в пользу ее кредиторов.

Рассмотрим данную ситуацию на следующем примере. Предположим, что компания выпустила облигации на следующих условиях: срок – 5 лет, купон – 5% от номинала, выплачивается в конце каждого года, номинал – \$1 000. Рыночная процентная ставка привлечения заемных средств для данной компании, отражающая требуемую кредиторами норму доходности по этой облигации, составляет 10%. Исходя из данных параметров текущая стоимость будущих денежных потоков, получаемых инвесторами, которые приобретут данную облигацию, составляет порядка \$810, что составляет справедливую цену размещения данной облигации. С течением времени, по мере приближения к сроку погашения, рыночная стоимость данной ценной бумаги постепенно вырастает и в момент погашения составит \$1000 (номинал).

Рис. 2.



В случае, если компания осуществляет реорганизацию, в т.ч. путем слияния или присоединения, держатели данных облигаций имеют право предъявить их к погашению по номинальной стоимости. Потеря стоимости для собственников компании в данном случае будет равна разнице между рыночной стоимостью долговых обязательств компании и их номинальной стоимостью.

Аналогичные по своей природе потери могут возникать и в ситуации, когда компания на момент выпуска долгового обязательства установила ставку текущего дохода (купон и т.п.) равной на момент выпуска рыночной доходности или превышающей ее. Если в последствии рыночная конъюнктура существенным образом ухудшилась, что привело к росту требуемой инвесторами доходности по долговым ценным бумагам<sup>3</sup>, рыночная стоимость долговых обязательств компании становится меньше номинала данных обязательств. Кредиторы компании в данной ситуации предпочтут воспользоваться возможностью досрочного погашения обязательств, которую предоставляет реорганизация, так как в данном случае произойдет перераспределение стоимости компании от акционеров в пользу кредиторов, что должно быть учтено при

<sup>3</sup> То же самое относится и к банковским кредитам в случае увеличения процентных ставок по сравнению с периодом, когда кредит был предоставлен.

оценке рыночной стоимости консолидированной компании либо оценке инвестиционной стоимости стоимостного эффекта сделки.

Если компания не сможет в кратчайшие сроки рефинансировать свою задолженность либо такое рефинансирование повлечет за собой увеличение ставки привлечения заемных средств, потери могут составлять и большую величину.

Отрицательный стоимостной эффект от досрочного погашения требований кредиторов можно описать следующей формулой.

$$V_1 = MV_d - NV_d - C, \text{ где}$$

$V_1$  – потеря стоимости компании в результате предъявления к погашению обязательств компании с нерыночными на момент реорганизации условиями;

$MV_d$  – рыночная стоимость долговых обязательств (чистая текущая стоимость денежных потоков, связанных с долговыми обязательствами, либо текущая капитализация котируемых долговых ценных бумаг);

$NV_d$  – номинальная стоимость долговых обязательств компании (стоимость, которую кредиторы получают в момент погашения обязательств);

$C$  – дополнительные издержки (в т.ч. транзакционные), связанные с необходимостью срочного рефинансирования задолженности в случае досрочного погашения обязательств.

## **Выплата дивидендов после одобрения условий реорганизации**

Одной из проблем при слиянии компании путем реорганизации является возможность распределения денежных потоков какой-либо из компаний, участвующих в сделке, в пользу ее акционеров после одобрения решения о реорганизации.

При структурировании сделок слияния путем реорганизации в форме слияния или присоединения финансовые условия сделки в виде коэффициентов конвертации акций одобряются на общих собраниях акционеров. При этом акционеры реорганизуемых компаний одновременно одобряют передаточные акты, согласно которым имущество и обязательства переходят на баланс консолидированной компании (вновь созданной компании в случае слияния и присоединяющей компании в случае присоединения). С момента одобрения решения о реорганизации до полного перехода на единую акцию, сопровождаемого ликвидацией присоединяемых компаний и компаний, участвующих в слиянии, и конвертацией акций ликвидируемых компаний, обычно проходит определенный период времени – от 3-х до 6-и месяцев. При этом консолидированная компания становится правопреемником ликвидируемых компаний по всему их имуществу и обязательствам. Таким образом, правопреемство гарантирует, что денежные потоки и активы, образованные с момента одобрения реорганизации до момента прекращения деятельности ликвидируемых компаний, будут являться собственностью консолидированной компании, и интересы акционеров компаний, участвующих в реорганизации, не будут нарушены.

Анализ корпоративного законодательства показывает, что возможна ситуация, при которой денежные потоки компаний, участвующих в реорганизации, на законных основаниях после одобрения реорганизации могут распределяться в пользу акционеров какой-либо из компаний<sup>4</sup>.

Таким случаем является выплата дивидендов какой-либо из компаний, участвующих в реорганизации, после одобрения коэффициентов конвертации акционерами других компаний, участвующих в сделке. Так как после выплаты дивидендов или принятия решения об их выплате стоимость акционерного капитала компании уменьшается на величину объявленных/выплаченных дивидендов, финансовые условия реорганизации

---

<sup>4</sup> Таким образом, денежные потоки, распределяемые в пользу акционеров какой-либо из компаний, автоматически приводят к потере стоимости акций других компаний, участвующих в реорганизации.

(коэффициент конвертации) теряют свою справедливость. Акционеры компании, одобряющей выплату дивидендов, получают дополнительные по сравнению с акционерами других компаний денежные потоки. Таким образом, возможность выплаты дивидендов после одобрения условий слияния свидетельствует о возможности дискриминации одной из групп акционеров, участвующих в сделке, за счет увеличения благосостояния другой группы акционеров. Дополнительная стоимость, получаемая акционерами за счет перераспределения стоимости от других акционеров, определяется по следующей формуле:

$$V_{div} = (1 - W_a) * Div, \text{ где:}$$

$V_{div}$  – величина перераспределяемой стоимости консолидированной компании в пользу акционеров объявившей дивиденды компании от акционеров других компаний, участвующих в реорганизации;

$Div$  – величина выплачиваемых (объявленных) дивидендов после одобрения коэффициентов конвертации и до завершения реорганизации;

$W_a$  – доля рыночной стоимости акционерного капитала компании, объявившей дивиденды, в акционерном капитале консолидированной компании.

Таким образом, при оценке рыночной стоимости консолидированной компании, а также при расчете коэффициентов конвертации возможность выплаты дивидендов должна быть учтена. Величина рыночной стоимости компании, участвующей в реорганизации должна корректироваться на сумму дивидендов, которые компания, участвующая в реорганизации, может выплатить<sup>5</sup> до момента завершения реорганизации:

$$Va' = Va - Div, \text{ где}$$

$Va'$  – рыночная стоимость компании для целей определения коэффициента конвертации;

$Va$  – рыночная стоимость компании, участвующей в реорганизации;

$Div$  – максимальные дивидендные выплаты, которые возможно объявить до планируемой даты завершения реорганизации;

Величина выплачиваемых в данном случае дивидендов должна рассчитываться с учетом требований акционерного законодательства. При этом в качестве прогнозной величины дивидендов для расчета рыночной стоимости компании в целях конвертации должна закладываться максимально возможная согласно российскому законодательству сумма дивидендов, ограниченная величиной чистой прибыли и чистыми активами компании.

Одним из вариантов решения обозначенной выше проблемы является возможность одобрения выплаты минимальных дивидендов до голосования по вопросам одобрения реорганизации. Дивиденды по результатам деятельности компании в конкретном отчетном периоде в соответствии с законом «Об акционерных обществах» могут начисляться только один раз. Если одновременно с или до голосования акционеров по вопросам реорганизации общее собрание одобрит минимальный размер дивидендов, например 1 коп., компания не сможет еще раз выплатить дивиденды в этом же отчетном периоде. В случае, если реорганизация будет завершена в том же бухгалтерском отчетном периоде (квартал), никакого перераспределения стоимости консолидированной компании среди отдельных групп ее акционеров возникнуть не может.

## **Образование бухгалтерского непокрытого убытка вследствие реорганизации**

Одной из важных проблем, влекущих дополнительные риски для компаний, формируемых в результате реорганизации в форме присоединения, является возможное

---

<sup>5</sup> Либо принять решения о выплате. В случае если выплата дивидендов не была произведена до момента завершения реорганизации компании, обязанности по выплате дивидендов акционерам компании, принявшим решение о выплате дивидендов, переходят к консолидированной компании.

несоответствие между бухгалтерской величиной чистых активов участвующих в реорганизации компаний и рыночной стоимостью их акций.

Активы и обязательства<sup>6</sup> присоединяемых компаний в большинстве случаев передаются на баланс консолидированной компании исходя из балансовой оценки в бухгалтерском учете передающих компаний. При этом присоединяющая компания осуществляет дополнительную эмиссию своих акций исходя из рыночной оценки чистых активов (акционерного капитала) ликвидируемых компаний, акции которых конвертируются в акции дополнительной эмиссии консолидированной компании. Уставный капитал<sup>7</sup> присоединяющей компании увеличивается на сумму дополнительной эмиссии акций, что соответствует рыночной стоимости акций присоединяемых компаний. При этом разница между величиной чистых активов присоединяемых компаний (балансовая стоимость) и увеличением уставного капитала присоединяющей компании (рыночная стоимость) в соответствии с методическими указаниями «По формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организации»<sup>8</sup> относится на статью «Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток» в бухгалтерском балансе присоединяющей компании.

Так как в большинстве случаев бухгалтерская оценка чистых активов компании составляет меньшую по сравнению с рыночной стоимостью акционерного капитала величину, то в результате реорганизации в форме присоединения на балансе присоединяющей компании образуется значительная величина непокрытого убытка. Данный непокрытый убыток не ведет к каким-либо налоговым последствиям, однако затрудняет объективный анализ финансовой отчетности консолидированной компании, а также делает невозможным в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» выплату дивидендов до момента полного покрытия указанных убытков. Техническая невозможность выплаты дивидендов в определенном периоде в будущем ведет к дополнительным рискам для акционеров компании, которые не будут иметь в течение периода покрытия убытков от реорганизации компании возможности получать денежные потоки в виде дивидендов. В свою очередь, невозможность выплачивать дивиденды акционерам компании в случае образования избыточных денежных средств на балансе и отсутствия у компании инвестиционных проектов с неотрицательной чистой текущей стоимостью (NPV) ведет к потере ее стоимости. Избыточные денежные средства в данном случае не могут приносить инвесторам требуемую норму доходности, а также не могут быть возвращены инвесторам в виде дивидендов. Ограничения прав акционеров на возможность распределения в виде дивидендов генерируемых компанией денежных потоков должно выражаться в требовании более высокой нормы доходности со стороны акционеров и, соответственно, в более высоких рисках и ставке дисконтирования, присущей денежным потокам компании в течение периода технической невозможности выплачивать дивиденды.

Количественное определение данного риска и его влияния на стоимость представляется сложной задачей. Для определения величины отрицательного стоимостного эффекта, появляющегося в результате реорганизации компаний в форме присоединения вследствие образования бухгалтерского непокрытого эффекта, и/или величины дополнительных рисков акционеров, возникающих в подобной ситуации, проанализируем влияние на стоимость компаний возможных вариантов решения обозначенной выше проблемы. Наименьшая потеря рыночной стоимости компании в результате реализации какого-либо из данных вариантов является максимальной потерей

---

<sup>6</sup> За исключением взаимной кредиторской и дебиторской задолженности, взаимных финансовых вложений и соответствующих им строкам пассива контрагента.

<sup>7</sup> Под уставным капиталом в данном случае понимается также и добавочный капитал в случае, если акции размещаются по цене, выше номинальной.

<sup>8</sup> Приказ Минфина РФ «Об утверждении методических указаний по формированию бухгалтерской отчетности при осуществлении реорганизации организаций» от 20.05.2003 №44н

стоимости, так как разумные инвесторы (в данном случае акционеры) выберут вариант решения проблемы, максимизирующий рыночную стоимость компании.

Одним из вариантов решения проблемы невозможности распределять свободные денежные потоки компании в пользу ее акционеров путем выплаты дивидендов может являться вариант выкупа компанией собственных акций. Данный выкуп может быть структурирован в форме оферты всем акционерам с предложением продажи определенного количества акций, при этом каждый акционер может воспользоваться правом продать часть принадлежащих ему акций пропорционально его доле в УК компании. Недостатком данной схемы является возможность перераспределения долей акционеров, если кто-то откажется принять данную оферту. Приведенная стоимость затрат, связанных с выкупом и погашением собственных акций, а также выпадающих доходов акционеров, связанных с разницей в налогообложении денежных потоков, распределяемых в виде дивидендов и в виде выкупа собственных акций, будет служить нижней границей при оценке потери рыночной стоимости консолидированной компании в результате возникновения бухгалтерского убытка вследствие реорганизации:

$$V_{bl} = PV[(T_i - T_{div}) * Cash-out + Ex_{cash-out}; t_{bl}], \text{ где}$$

$T_i$  – средневзвешенный налог на доходы акционеров компании;

$T_{div}$  – средневзвешенный налог на дивиденды акционеров компании;

Cash-out – экономически оправданная величина денежного потока компании, распределяемая в пользу акционеров;

$Ex_{cash-out}$  – организационные расходы, связанные с выкупом акций у акционеров;

$t_{bl}$  – период, в течение которого компания не имеет возможности выплачивать дивиденды.

В случае, если компания не планирует выплачивать дивиденды в течение периода покрытия бухгалтерского убытка, что связано с наличием у компании рентабельных инвестиционных проектов (активно растущая компания), величина потери стоимости равна 0.

Одной из возможностей решения проблемы бухгалтерского убытка является передача имущества к присоединяющей компании по рыночной стоимости в соответствии с решением акционеров. Однако, в этом случае в будущем у присоединяющей компании резко вырастают платежи по налогу на имущество, базой для начисления которого служит балансовая стоимость имущества. При этом стоимость имущества и обязательств, передаваемых к присоединяющей компании по рыночной стоимости для целей исчисления налога на прибыль в соответствии с НК РФ, определяется исходя из данных налогового учета ликвидируемых компаний. Таким образом, разная база для исчисления налога на имущество и налоговой амортизации приводит к уменьшению свободных денежных потоков консолидированной компании по сравнению с суммой денежных потоков компаний, действующих как самостоятельные юридические лица. Уменьшение рыночной стоимости консолидированной компании в результате роста выплат по налогу на имущество является максимальной границей снижения стоимости в результате появления бухгалтерского непокрытого убытка на балансе консолидированной компании:

$$V_{bl} = PV[T_p * (MVA - BVA)], \text{ где}$$

$T_p$  – ставка налога на имущество;

MVA – рыночная стоимость облагаемых налогом на имущество активов;

BVA – балансовая стоимость облагаемых налогом на имущество активов (в учете передающей стороны).

Еще одним вариантом решения проблемы бухгалтерского непокрытого убытка на балансе консолидированной компании в результате реорганизации является возможность покрытия убытка за счет уменьшения величины уставного капитала. В случае, если такое покрытие происходит по итогам второго финансового года после реорганизации компаний, то такая операция не приводит к каким-либо негативным налоговым

последствиям. Данная возможность также должна быть учтена при анализе потерь, возникающих при реализации вышеперечисленных вариантов решения проблемы по покрытию бухгалтерских убытков. Покрытие данного убытка за счет уставного капитала до окончания второго финансового года в соответствии со ст. 265 НК РФ признается внереализационным налоговым доходом и подлежит налогообложению. Потеря стоимости компании в результате реализации данного варианта определяется следующей формулой:

$$V_{bl} = PV(T * BI), \text{ где}$$

PV – текущая стоимость;

T – ставка налога на прибыль;

BI – сумма непокрытого бухгалтерского убытка.

Стоит отметить, что при реорганизации компании в форме слияния, указанных проблем не возникает, так как в данном случае уставный капитал может формироваться в любой величине. Однако структурирование сделки в форме слияния по сравнению с присоединением может создавать дополнительные риски и потери доходов в связи с необходимостью переоформления лицензий и разрешений, которые необходимо получить на вновь созданную компанию. Стоимостный эффект от реализации данного варианта выражается следующей формулой:

$$V_{bl} = PV(CF_1) + V_{ia}, \text{ где}$$

CF<sub>1</sub> – недополученные в связи с необходимостью переоформления лицензий компании денежные потоки;

V<sub>ia</sub> – возможная потеря стоимости нематериальных активов присоединяющей компании, возникающая в результате ее ликвидации.

Краткое обобщение анализа влияния проблемы образования бухгалтерского убытка вследствие слияния путем реорганизации на стоимость консолидированной компании представлено в следующей таблице:

**Табл. 1. Влияние бухгалтерского убытка на стоимость консолидированной компании.**

Вариант решения	Последствия для компании и акционеров	Влияние на стоимость
Выкуп компанией собственных акций	Разница в налогообложении доходов акционеров, издержки, связанные с выкупом	$V_{bl1} = PV[(T_i - T_{div}) * \text{Cash-out} + E_{x_{\text{cash-out}; t_{bl}}}]$
Передача имущества и обязательств исходя из рыночной оценки	Рост платежей по налогу на имущество	$V_{bl2} = PV[T_p * (MVA - BVA)]$
Уменьшение величины уставного капитала	В случае покрытия убытка до окончания второго финансового года после реорганизации уплата налога на прибыль с суммы уменьшения	$V_{bl3} = PV(T * BI)$
Структурирование сделки путем реорганизации в форме слияния	Недополученные доходы (временные потери на перерегистрацию лицензий и разрешений), потеря стоимости некоторых нематериальных активов	$V_{bl4} = PV(CF_1) + V_{ia}$
<b>Итоговое влияние на стоимость</b>		<b><math>VA = \min(V_{bl1}, V_{bl2}, V_{bl3}, V_{bl4})</math></b>